

学校编码: 10384
学号: 20051301234

分类号____密级____
UDC____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

双重委托代理问题对我国上市公司
投资行为的影响
——基于投资不足现象的实证分析

The Impacts of Double Principal-Agent Problems on
Chinese Listed Companies' Investment Behavior
——An Empirical Analysis Based on Underinvestment

苏 丽

指导教师姓名: 沈维涛 教授
专 业 名 称: 企 业 管 理
论文提交日期: 2008 年 4 月
论文答辩时间: 2008 年 月
学位授予日期: 2008 年 月

答辩委员会主席: _____
评 阅 人: _____

2008 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版,有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅,有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索,有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

1. 保密 (), 在 年解密后适用本授权书。

2. 不保密 ()

(请在以上相应括号内打“√”)

作者签名: 日期: 年 月 日

导师签名: 日期: 年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

中文摘要

投资是中国经济增长的主要引擎之一，而中国企业所常见的非效率投资行为（过度投资、投资不足）将导致经济波动。仅从宏观角度探讨投资效率、投资体制改革问题不能找出根本的解决方案，需要从企业的微观决策机制、微观主体入手讨论企业非效率投资行为形成的原因及预防机制。

基于这种思路，本文在已有研究的基础上，选取 2001-2006 年 A 股上市公司为样本，分类（国有控制上市公司、非国有控制上市公司）对委托代理问题与投资不足之间的关系进行了实证研究，并检验了相关治理安排在其中所发挥的作用。

实证研究发现：在国有控制的上市公司中，股权集中度与投资不足呈不显著的倒 U 型关系；薪酬激励不足、高管“偷懒”和风险厌恶等偏好以及大股东对小股东的资金占用均对投资不足具有显著影响，因而两类委托代理问题均能导致其产生投资不足。在非国有控制的上市公司中，股权集中度与投资不足呈显著的 U 型关系；高管薪酬、高管偏好均不构成对投资不足的显著影响，而大股东资金占用与投资不足呈现显著的正相关关系，所以，第二类委托代理问题才是导致其产生投资不足的主要原因。就相应的公司治理安排在抑制投资不足方面所起的作用而言，高管持股基本有效，独立董事作用甚微，股权制衡不仅没有发挥应有的作用反倒加剧了公司的投资不足。

关键词：投资不足；公司治理；股权集中度

厦门大学博硕士论文摘要库

Abstract

Investment is one of the major forces driving China's economic growth. However, inefficient investment behaviors, overinvestment and underinvestment, made by enterprises will lead to harmful economic fluctuation. The macro-concerns of investment efficiency and institutional reform cannot provide the ultimate solution to this issue, and therefore new insight is given on the micro-perspective of enterprises' decision rules and interest entities.

Based on the prior studies, we divide companies into two groups——state-owned and non state-owned, incorporate principal-agent problems into our framework to analyze its effect on underinvestment, and examine the governance effect on restricting underinvestment by using the data of listed companies in 2001 to 2006.

The studies suggest that, in the state-owned companies, there is a faint inverted U-shaped relation between ownership concentration and underinvestment; both two types of principal-agent problems can induce underinvestment since the insufficient managerial incentives, risk aversion and laze preference of the managers and controlling shareholder's embezzlement have a significant effect on companies' underinvestment. For non state-owned companies, the relationship between ownership concentration and underinvestment is reflected as a U curve. There is no evidence that the managerial incentives and manager's preference can affect companies' underinvestment, but there is a significant positive relationship between controlling shareholder's embezzlement and underinvestment, so we reach the conclusion that the second type of principal-agent problems is the main reason for non state-owned companies' underinvestment. As for the inhibitory effect of corporate governance on companies' underinvestment, the stock incentive compensation is effective; the independent directors' function is limited; and the restriction of other shareholders in the company to the controlling shareholders doesn't work, in fact, they even exacerbate the underinvestment of the company.

Key Words: Underinvestment; Corporate Governance; Ownership Concentration.

厦门大学博硕士论文摘要库

目 录

第一章 导论	1
第一节 研究的背景和意义	1
第二节 研究内容与研究方法	2
第三节 相关概念	3
第二章 文献回顾	6
第一节 第一类代理问题与公司投资行为	6
第二节 第二类代理问题与公司投资行为	9
第三节 基于两类代理问题的实证研究	11
第四节 文献述评	15
第三章 制度背景分析	16
第一节 我国上市公司股权结构特征	16
第二节 我国上市公司治理结构特征	18
第三节 我国上市公司投资行为特征	19
第四节 本章小结	21
第四章 实证研究	22
第一节 研究假设	22
第二节 研究设计	23
第三节 变量估算结果和描述性统计	28
第四节 比较分析	32
第五节 回归分析	34
第五章 研究结论与政策建议	40
第一节 研究结论及解释	40
第二节 政策建议	42
第三节 研究展望	43
参考文献	45
致谢.....	50

厦门大学博硕士论文摘要库

Contents

Charpter1	Introduction.....	1
Section1	Background and Meaning of Research	1
Section2	Purpose and Methodology of Research	2
Section3	Interrelated Concepts.....	3
Charpter2	Literature Review	6
Section1	the First Type of Agent Problems and Investment Behavior.....	6
Section2	the Second Type of Agent Problems and Investment Behavior.....	9
Section3	Empirical Research about Two Types of Agent Problems	11
Section4	Comment on Literature	15
Charpter3	Analysis on the Insitutional Background.....	16
Section1	Ownership Structure Characteristic of Listed Companies	16
Section2	Governance Structure Characteristic of Listed Companies.....	18
Section3	Investment Behavior Characteristic of Listed Companies	19
Section4	Brief Summary of This Charpter.....	21
Charpter4	Empirical Research	22
Section1	Research Hypotheses.....	22
Section2	Research Design.....	23
Section3	Variables Estimate and Descriptive Statistics	28
Section4	Comparative Analyses.....	32
Section5	Regression Analyses.....	34
Charpter5	Conclusion and Suggestions.....	40
Section1	Conclusion and Explanation.....	40
Section2	Policy Suggestions.....	42
Section3	Research Expectation	43
Reference	45
Acknowledgement	50

厦门大学博硕士论文摘要库

第一章 导论

第一节 研究的背景和意义

资本结构（融资政策）、股利分配（股利政策）和公司投资行为毫无疑问是最重要的财务管理问题^①。资本结构解决的是公司的融资问题，股利政策解决的是公司盈利的分配问题，而二者之间的承接应该是公司的投资行为。投资行为相对于融资决策和股利决策而言，对公司的经营风险、经营绩效、盈利水平以及资本市场对公司发展前景的评价和信心保持上，无疑具有更高、更强的相关性。

自我国证券市场建立以来，上市公司在资金使用上出现过很多问题，有的上市公司并没有把从股票市场上获得的资金按融资说明书投向原定的项目，而是委托给证券公司理财，有的上市公司进行盲目投资，有的上市公司则成为母公司的“提款机”。刘星和曾宏（2002）^[1]形象地将其划分为“不自量力^②”、“为所欲为^③”、“任人宰割^④”三类。可见目前我国上市公司的资金使用现状不得不令人担忧。因此，研究公司的投资行为极具现实意义。

为何会出现非效率投资行为呢？这与我国的制度背景不无关系。我国证券市场是由国企改革所“倒逼”出来，从产生之日起就存在先天性制度缺陷，上市公司股权高度集中，“一股独大”现象普遍，加之，激励监督体制不完善，信息严重非对称，就构成了所谓的大股东控制和内部人控制。

因此，要了解公司非效率投资行为的真正动因，就必须对公司内部利益相关者之间的斗争与冲突进行深入剖析。只有在了解其内部运行机理之后，才有可能“对症下药”，通过合理地安排公司的控制权、监督权以及激励机制，来有效提高公司的投资效率。

^① 参见 Modigliani & Miller (1958), Jensen & Meckling (1976), Ross (1977), Leland & Pyle (1977), Myers (1977), Stiglitz & Weiss (1981, 1984)。

^② “不自量力”是指公司超越自身能力进行的投资活动，虽然这种非理性投资行为具有较大的盲目性，但往往并非有意而为之。

^③ “为所欲为”是指公司管理者作为内部控制人所进行的非理性投资活动，此非理性投资行为产生于管理者的名利熏心、唯利是图、不择手段，并表现为投资过度或投资不足。

^④ “任人宰割”是指由于控股公司与被控股公司之间的不正常关系而迫使被控股公司进行的投资活动。

国内学者已对过度投资行为予以关注,而对另一类非效率投资行为——投资不足则罕有研究。本文拟运用双重委托代理理论,来分析大股东、管理层对投资行为的影响,进而诠释投资不足现象产生的原因。

第二节 研究内容与研究方法

本文主要运用双重委托代理理论,来剖析公司内部利益相关者之间的矛盾冲突对投资不足行为的影响。文章从文献回顾出发,着重分析了两类委托代理问题对投资行为的影响;然后结合我国特殊的制度背景,分析了上市公司股权结构、治理结构及投资行为方面的特征;进而在此基础上提出了本文的研究假设;最后,基于我国证券市场的数据,实证检验了委托代理问题与投资不足的关系。

图 1 列示了本文的逻辑结构。文章采取了先理论分析后实证检验的思路,依照提出问题、分析问题、解决问题的顺序进行研究。

在研究方法上,本文综合运用管理经济学、公司治理、行为金融学等理论,并借鉴国内外最新研究成果,力求做到实证研究和规范研究相结合、定性研究和定量研究相结合。在实证分析中,有针对性地采用描述性统计、主成分分析、比较分析和多元回归等方法,对各变量之间的数量关系进行分析,以揭示影响我国上市公司投资不足的主要原因。

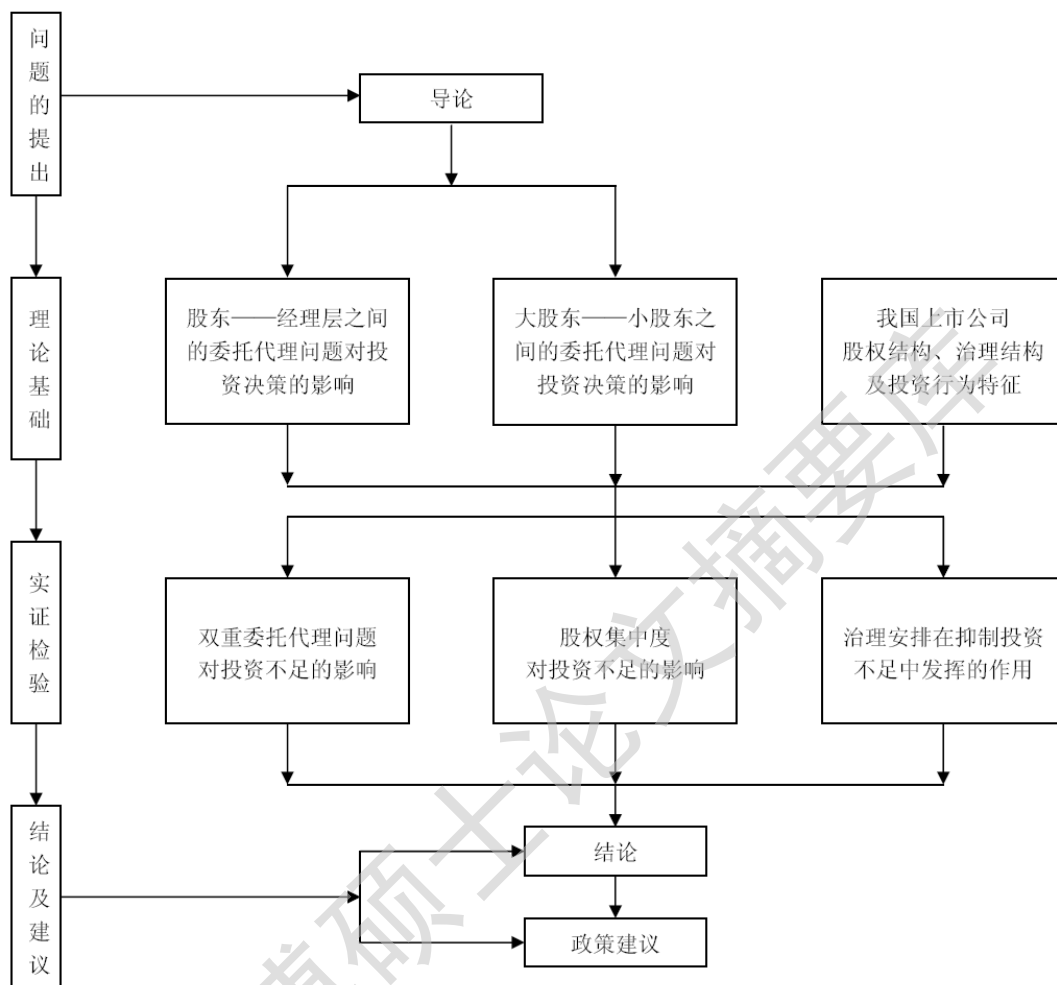


图1 本文逻辑结构

第三节 相关概念

一、投资不足与过度投资

投资不足与过度投资是一组相对的概念。Myers 和 Majluf (1984)^[2]认为在信息不对称的情况下，如果企业投资需要依赖外部股权融资，那么现有股东和经理层就有可能放弃部分净现值为正的投资机会，从而引起所谓的投资不足。Jensen (1986)^[3]曾笼统地给出过度投资的定义，即是指企业投资于净现值为负的项目。这样的定义给研究带来了很大的困难，因为，实践中除了公司的内部人

拥有对项目净现值的信息外，一般人很难区分公司哪些投资项目的净现值为正，哪些为负。

Artur 和 Pindado (2003)^[4]则认为公司存在一个最优投资水平，当实际投资量高于最优投资水平时即为过度投资，当实际投资量低于最优投资水平时即为投资不足。本文的实证研究部分依据此定义来对投资不足与过度投资进行区分。

二、公司治理

张维迎 (1995)^[5]认为公司治理是一种制度安排，狭义地讲是指有关公司董事会的功能、结构、股东的权力等方面的制度安排，广义地讲是指有关公司控制权和剩余索取权分配的整套法律、文化和制度性安排，这些安排决定公司的目标，谁在什么状态下实施控制，如何控制，风险和收益如何在不同企业成员之间分配等这样一些问题。本文采用这一定义的广义概念。

三、股权集中度

股权集中度是指全部股东因持股比例的不同所表现出来的股权集中还是分散的数量化指标。股权集中度主要研究股权的分布状况和分布特征。从总量上看，股权集中度是一家上市公司中前几位大股东持股比例之和占总股本的比重，其高低基本上反映了公司股权的集中与分散程度，比重越大，说明公司的股权就越集中；反之股权则较为分散。从结构上看，股权集中度还包含了控股股东与其他非控股股东之间的股权比较。反映股权集中度常用的指标有：第一大股东持股比例、前五大股东持股比例、Herfindahl 指数和 Z 指数。本文实证部分采用第一大股东的持股比例对公司的股权集中度进行衡量。

四、双重委托代理

所谓委托代理，是指一个人或一些人（委托人）委托其他人（代理人），根据委托人的利益从事某些活动，并相应的授予代理人某些决策权的契约关系。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库